

# CTCP Xây dựng và Kinh doanh Địa ốc Hoà Bình (HBC)

GIẢM

**Đặng Văn Pháp**

Chuyên viên

[phap.dang@vcsc.com.vn](mailto:phap.dang@vcsc.com.vn)

+84 8 3 914 3588 ext. 143

## Cập nhật

**Giá mục tiêu** **13.200 VND**  
**TL giảm** **10,2%**

## Xây dựng

Giá trị vốn hóa	33,4 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	47,3 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	17,748 VND
Mức thấp nhất 12 tháng	10.109 VND

Sở hữu của KN	36,6%
Room tối đa cho KN	49,0%

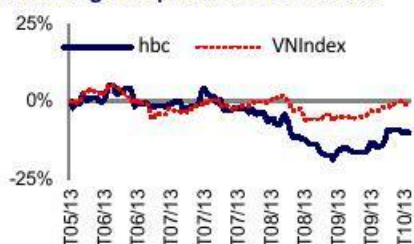
### Cơ cấu cổ đông

Lucerne Enterprise Ltd	21,1%
Nội bộ	21,7%
Vietnam Holding Ltd	6,8%
Khác	50,4%

### Mô tả công ty

CTCP Xây dựng & Kinh doanh Địa ốc Hoà Bình là một trong những nhà thầu xây dựng nội địa hàng đầu. Công ty đã tăng thị phần gấp bốn lần kể từ năm 2008 lên mức 4% trong năm 2012. Trong những năm gần đây, chiến lược của công ty là mở rộng sang lĩnh vực xây dựng công nghiệp từ tập trung vào xây dựng khu dân cư trước đây nhằm phù hợp hơn với nhu cầu thực tế.

### Diễn biến giá cổ phiếu HBC so với VNI



## Tăng trưởng có thể không bền vững

HBC dự báo lợi nhuận ròng năm 2013 sẽ giảm mạnh 70% so với cùng kỳ. Dù giữ quan điểm thận trọng về tình hình ngành xây dựng năm 2014, HBC vẫn lên kế hoạch tăng trưởng doanh thu, khiến chuyên viên lo ngại vì vấn đề thu hồi các khoản phải thu vẫn chưa được giải quyết. Pha loãng cổ phiếu là một rủi ro đang phát sinh khác. Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ **THÊM VÀO** xuống **GIẢM** với giá mục tiêu đã pha loãng là 13.200VND, với PER mục tiêu là 7,0 lần. Chúng tôi cũng quyết định ngưng theo dõi HBC vì cho rằng các thông tin có được không đủ để đưa ra các ước tính đáng tin cậy.

### Lợi nhuận ròng năm 2013 có thể sẽ không như ý

HBC vừa cho biết lợi nhuận ròng ước tính của công ty cho năm 2013 sẽ vào khoảng 30-40 tỷ đồng (giảm 70% đến 77% so với cùng kỳ). Nếu theo kịch bản này thì PER 2013 sẽ nằm trong khoảng 17-23 lần giá cổ phiếu hiện tại. HBC cho rằng lợi nhuận ròng giảm là do cạnh tranh ngày càng tăng, khiến biên lợi nhuận thu hẹp vì giá đặt thầu thấp, cũng như việc trích lập dự phòng các khoản phải thu. Chúng tôi xin lưu ý rằng giá trị dự phòng cho các khoản phải thu lên đến 27 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2013, tương đương 70% lợi nhuận trước thuế.

### Vấn đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu, rủi ro thu hồi các khoản phải thu có thể sẽ tiếp tục tăng

HBC cho biết công ty vẫn lên kế hoạch tăng trưởng doanh thu dù giữ quan điểm thận trọng về tình hình ngành xây dựng năm 2014. Theo đánh giá của chúng tôi, tính bền vững của chiến lược này vẫn là câu hỏi lớn do vấn đề quản lý các khoản phải thu vẫn chưa được giải quyết triệt để, các khoản phải thu trong 6 tháng đầu năm từ khách hàng và các hợp đồng xây dựng lên tới 2.610 tỷ đồng (tăng 146 tỷ đồng so với đầu năm), chiếm 56% tổng tài sản, cao hơn hẳn so với mức thông thường trong ngành xây dựng. Tiếp tục thi công các dự án mà không thu hồi các khoản phải thu sẽ đòi hỏi HBC tiếp tục tìm nguồn vốn từ bên ngoài, nhưng đây không thể là chiến lược dài hạn. Tỷ lệ nợ/vốn CSH của HBC đang ở mức 1,5 lần.

### Rủi ro pha loãng cổ phiếu

Trong chuyến thăm doanh nghiệp gần đây, HBC đã công bố cho chúng tôi biết kế hoạch phát hành cổ phiếu riêng lẻ, có thể tăng lượng cổ phiếu lưu hành thêm 35 triệu, tương đương 74%. Các giao dịch này, nếu thành công, có thể hoàn tất trước tháng 04/2014. Một mặt, phát hành cổ phiếu riêng lẻ sẽ giúp củng cố vị thế tài chính cũng như cung cấp vốn lưu động cho HBC. Mặt khác, các cổ đông hiện tại có thể chịu thiệt thòi nếu lợi nhuận không tăng trưởng tương ứng cũng như việc chậm thu hồi các khoản phải thu giảm chân tại chỗ.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính
	2011	2012	2013
Doanh thu (tỷ đồng)	3.055	4.065	4.200
Biên LN ròng	4,9%	3,2%	0,9%
LN ròng chia cổ đông (tỷ đồng)	149	132	40
EPS pha loãng (đồng)	3.324	2.945	838
Tăng trưởng EPS (%)	7%	-11%	-71%
Cổ tức/CP (đồng)	1.000	1.000	1.000
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	38.308	24.780	19.900
PER (lần)	6,9	4,4	17,9
PBR (lần)	0,6	0,5	0,7
ROE (%)	21,1%	17,4%	4,6%
Nợ/CSH (%)	124,2%	180,6%	152,2%

See important disclosure at the end of this document

## Sơ lược về công ty

<b>Lĩnh vực kinh doanh</b>	Xây dựng
<b>Doanh thu</b>	194,4 triệu USD (2012)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	6,3 triệu USD (2012)
<b>Yếu tố doanh thu chính</b>	Giá trị xây dựng
<b>Yếu tố chi phí chính</b>	Vật liệu xây dựng và nhân công
<b>Yếu tố rủi ro chính</b>	Tiền độ thu tiền
<b>Các đối thủ chính</b>	Coteccons (CTD)
<b>Các khách hàng chính</b>	N/A
<b>Lãnh đạo</b>	Ông Lê Viết Hải (Chủ tịch HĐQT kiêm TGD)
<b>Địa chỉ</b>	123 Nguyễn Đình Chiểu TP. HCM
<b>Website</b>	<a href="http://hoabinhcorporation.com.vn">http://hoabinhcorporation.com.vn</a>
<b>Email</b>	<a href="mailto:info@hoabinhcorporation.com">info@hoabinhcorporation.com</a>
<b>Điện thoại</b>	+84. 8 62 907 626

Cơ cấu doanh thu và biên lợi nhuận gộp	Cơ cấu lợi nhuận gộp																																				
<table><thead><tr><th>Sản phẩm</th><th>% Tỷ lệ trong LN gộp</th><th>Lợi nhuận gộp % biên</th></tr></thead><tbody><tr><td>Xây dựng</td><td>95%</td><td>9%</td></tr><tr><td>Bất động sản</td><td>3%</td><td>12%</td></tr><tr><td>Thương mại</td><td>0%</td><td>9%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>2%</td><td>66%</td></tr><tr><td><b>Tổng cộng</b></td><td><b>100%</b></td><td></td></tr></tbody></table>	Sản phẩm	% Tỷ lệ trong LN gộp	Lợi nhuận gộp % biên	Xây dựng	95%	9%	Bất động sản	3%	12%	Thương mại	0%	9%	Khác	2%	66%	<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>																				
Sản phẩm	% Tỷ lệ trong LN gộp	Lợi nhuận gộp % biên																																			
Xây dựng	95%	9%																																			
Bất động sản	3%	12%																																			
Thương mại	0%	9%																																			
Khác	2%	66%																																			
<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>																																				
Cơ cấu chi phí	Cơ cấu vốn																																				
<table><thead><tr><th>Sản phẩm</th><th>% Tỷ lệ trong LN gộp</th><th>Lợi nhuận gộp % biên</th></tr></thead><tbody><tr><td>Xây dựng</td><td>95%</td><td>9%</td></tr><tr><td>Bất động sản</td><td>3%</td><td>12%</td></tr><tr><td>Thương mại</td><td>0%</td><td>9%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>2%</td><td>66%</td></tr><tr><td><b>Tổng cộng</b></td><td><b>100%</b></td><td></td></tr></tbody></table>	Sản phẩm	% Tỷ lệ trong LN gộp	Lợi nhuận gộp % biên	Xây dựng	95%	9%	Bất động sản	3%	12%	Thương mại	0%	9%	Khác	2%	66%	<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>		<table><thead><tr><th>Sản phẩm</th><th>% Tỷ lệ trong LN gộp</th><th>Lợi nhuận gộp % biên</th></tr></thead><tbody><tr><td>Xây dựng</td><td>95%</td><td>9%</td></tr><tr><td>Bất động sản</td><td>3%</td><td>12%</td></tr><tr><td>Thương mại</td><td>0%</td><td>9%</td></tr><tr><td>Khác</td><td>2%</td><td>66%</td></tr><tr><td><b>Tổng cộng</b></td><td><b>100%</b></td><td></td></tr></tbody></table>	Sản phẩm	% Tỷ lệ trong LN gộp	Lợi nhuận gộp % biên	Xây dựng	95%	9%	Bất động sản	3%	12%	Thương mại	0%	9%	Khác	2%	66%	<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>	
Sản phẩm	% Tỷ lệ trong LN gộp	Lợi nhuận gộp % biên																																			
Xây dựng	95%	9%																																			
Bất động sản	3%	12%																																			
Thương mại	0%	9%																																			
Khác	2%	66%																																			
<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>																																				
Sản phẩm	% Tỷ lệ trong LN gộp	Lợi nhuận gộp % biên																																			
Xây dựng	95%	9%																																			
Bất động sản	3%	12%																																			
Thương mại	0%	9%																																			
Khác	2%	66%																																			
<b>Tổng cộng</b>	<b>100%</b>																																				

Nguồn: HBC và ước tính của VCSC



## Điều chỉnh lại định giá

Chúng tôi điều chỉnh định giá dành cho HBC với giá mục tiêu mới là 13.200 đồng/cổ phiếu, TL giảm tương ứng là 10,2% dựa trên phương pháp định giá PER. Chúng tôi áp dụng **ước tính lợi nhuận bình thường hóa (normalized earnings estimate)**, thay vì ước tính LN trong vòng 12 tháng (bằng cách tính toán giá trị nghiệm thu của các hợp đồng xây dựng) trong mô hình định giá vì hai lý do chính:

Thứ nhất, HBC là một công ty mang tính chu kỳ, nghĩa là hoạt động trong ngắn hạn có thể biến động mạnh và không nhất thiết phản ánh triển vọng dài hạn của công ty.

Thứ hai, việc ghi nhận doanh thu từ hoạt động xây dựng ít nhiều phụ thuộc vào đánh giá chủ quan của công ty; vì vậy, chúng tôi cho rằng áp dụng lợi nhuận bình thường hóa sẽ có nhiều ý nghĩa hơn.

Trong khi đó, để tính cả tác động của việc phát hành cổ phiếu riêng lẻ mà HBC có thể sẽ thực hiện như đã đề cập trên đây, chúng tôi phân tích các kịch bản để đưa ra ước tính EPS pha loãng tương ứng trong từng kịch bản và sau đó lấy giá trị trung bình để đưa ra dự báo EPS cuối cùng.

Để làm rõ hơn việc HBC có thể phát hành cổ phiếu riêng lẻ, HBC cho biết công ty đang làm việc với hai đối tác trong nước trong hai giao dịch riêng biệt, trong đó một giao dịch bao gồm 10 triệu cổ phiếu và giao dịch còn lại gồm 25 triệu cổ phiếu. Vì vậy, chúng tôi ước tính EPS trong bốn kịch bản khác nhau:

- i/ không phát hành riêng lẻ, tức là cổ phiếu sẽ không bị pha loãng,
- ii/ phát hành riêng lẻ 10 triệu cổ phiếu,
- iii/ phát hành riêng lẻ 25 triệu cổ phiếu, và
- iv/ phát hành riêng lẻ cả 10 triệu và 25 triệu cổ phiếu.

Việc đưa khả năng pha loãng cổ phiếu vào mô hình định giá sẽ khiến giá mục tiêu giảm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thiếu vốn lưu động là một trong những lý do khiến HBC xem xét phát hành cổ phiếu riêng lẻ. Do đó, chúng tôi cho rằng việc tính cả khả năng pha loãng cổ phiếu là một phương pháp phản ánh rủi ro này một cách hiệu quả. Hiện chỉ số thanh toán nhanh của HBC chỉ đạt 0,16 lần.

Hình 1: Các công ty xây dựng khác trong nước

STT	Mã	Công ty	GTVH (triệu USD)	PBR	PER
1	CTD	CTCP Xây dựng Cotec	84,2	0,83	7,48
2	PXS	CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí	21,2	1,31	11,08
3	SDT	CTCP Sông Đà 10	15,6	0,52	3,27
4	SD9	CTCP Sông Đà 9	11,9	0,45	3,92
5	BCE	CTCP Xây dựng và Giao thông Bình Dương	10,8	0,67	6,35
6	SD5	CTCP Sông Đà 5	11,8	0,61	6,44
<b>Trung bình</b>				<b>0,73</b>	<b>6,42</b>

Nguồn: Bloomberg

Hình 2: Các công ty xây dựng khác trong khu vực

STT	Mã	Công ty	GTVH (triệu USD)	PBR	PER
1	AXIT IN EQUITY	Axis IT&T Ltd	14,7	1,22	6,37
2	TECE IN EQUITY	Technofab Engineering	12,6	0,37	2,37
3	KGRB MK EQUITY	Kelington Group BHD	23,1	1,34	12,86
4	PLB MK EQUITY	PLB Engineering Berhad	31,5	0,85	6,44
5	FOCUS TB EQUITY	Focus Dev and Const	9,1	1,51	9,33
<b>Trung bình</b>				<b>1,06</b>	<b>7,48</b>

Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi lấy PER trung bình của các công ty xây dựng trong nước và trong khu vực là 7,0 lần làm PER mục tiêu cho HBC. Chúng tôi cho rằng HBC xứng đáng được giao dịch cao hơn một chút so với các công ty xây dựng khác trong nước nhờ uy tín và khả năng thi công nổi trội hơn.

Hình 3: Định giá (tỷ đồng)

<b>Vốn CSH tại 30/06/2013</b>	<b>944</b>
ROE trung bình (2007-2012), không gồm dự phòng cho CKPT	14,0%
Dự báo lợi nhuận bình thường hóa (tỷ đồng)	132
SLCP lưu hành trung bình không pha loãng (triệu CP)	47,7
SLCP lưu hành pha loãng trung bình - phát hành riêng lẻ 35 triệu CP	65,2
SLCP lưu hành pha loãng trung bình - phát hành riêng lẻ 25 triệu CP	60,2
SLCP lưu hành pha loãng trung bình - phát hành riêng lẻ 10 triệu CP	52,7
EPS không pha loãng (VND)	2.760
EPS pha loãng – 35 triệu cổ phiếu (VND)	2.020
EPS pha loãng – 25 triệu cổ phiếu (VND)	2.188
EPS pha loãng – 10 triệu cổ phiếu (VND)	2.499
<b>P/E mục tiêu</b>	<b>7</b>
Giá mục tiêu – Không pha loãng (VND)	19.323
Giá mục tiêu –phát hành riêng lẻ 35 triệu cổ phiếu (VND)	14.139
Giá mục tiêu –phát hành riêng lẻ 25 triệu cổ phiếu (VND)	15.313
Giá mục tiêu –phát hành riêng lẻ 10 triệu cổ phiếu (VND)	17.491
<b>Giá mục tiêu trung bình (VND)</b>	<b>16.567</b>
<b>Giá mục tiêu được chiết khấu cho rủi ro thu hồi CKPT (20%)(*)</b>	<b>13.200</b>
<b>TL giảm (%)</b>	<b>10,2%</b>

Nguồn: Ước tính của VCSC

(\*) Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 20% đối với HBC để tính cả rủi ro lợi nhuận bị thổi phồng so với thực tế. Các khoản phải thu ở mức cao, và khả năng công ty có thể đã ghi nhận doanh thu quá sớm, có thể đã thổi phồng ROE của HBC trong những năm qua, mà chúng tôi lấy đó làm cơ sở để ước tính lợi nhuận bình thường hóa.

## Ngừng theo dõi HBC

Chúng tôi cũng quyết định ngừng theo dõi HBC với lý do các thông tin được cung cấp không đủ để đưa ra các ước tính đáng tin cậy. Vấn đề này cộng hưởng với việc ghi nhận doanh thu khó dự báo của các công ty xây dựng, cũng như phương pháp định giá PER mà chúng tôi lựa chọn phụ thuộc nhiều vào thông tin do công ty cung cấp, dẫn đến quyết định ngừng theo dõi HBC của chúng tôi.



## Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế		
	2010	2011	2012
<b>KQLN</b>			
Doanh thu thuần	1.768	3.055	4.065
- Giá vốn hàng bán	-1.473	-2.636	-3.687
Lợi nhuận gộp	295	420	378
- Chi phí bán hàng	-2	-8	-11
- Chi phí quản lý DN	-81	-121	-136
LN thuần HĐKD	212	291	231
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	1	-1	-1
- Lợi nhuận khác	21	41	85
EBIT	234	331	315
- Chi phí lãi vay	-48	-146	-158
Lợi nhuận trước thuế	185	185	157
- Thuế TNDN	-46	-36	-26
LNST	140	150	131
- Lợi ích CĐTS	-1	-1	1
LNST cổ đông CT Mẹ	139	149	132
EBITDA	270	395	386
Số CP lưu hành (triệu)	16	19	31
EPS	8.743	7.912	4.242

<b>Tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	0,2	72,8	33,1
Tăng trưởng LN HĐKD	216,4	37,3	(20,6)
Tăng trưởng EBIT	178,6	41,4	(0,5)
Tăng trưởng EPS	173,7	(9,5)	(46,4)

<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,7%	13,7%	9,3%
Tỷ suất LNST	12,0%	9,5%	5,7%
ROE %	21,1%	21,1%	17,4%
ROA %	8,6%	5,8%	3,3%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>			
Số ngày tồn kho	130,2	125,6	155,7
Số ngày phải thu	54,2	43,9	51,3
Số ngày phải trả	56,9	50,8	67,0
TG luân chuyển tiền	127,5	118,7	139,9

<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>			
CS thanh toán hiện hành	1,1	1,0	1,1
CS thanh toán nhanh	0,6	0,5	0,5
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,1	0,2
Nợ / Tài sản	0,3	0,3	0,3
Nợ / Vốn sử dụng	0,4	0,6	0,6
Nợ / Vốn CSH	0,8	1,2	1,8
Khả năng TT lãi vay	4,8	2,3	2,0

Tỷ đồng	Thực tế		
	2010	2011	2012
<b>Bảng cân đối kế toán</b>			
Tiền và tương đương	258	300	606
Đầu tư TC ngắn hạn	1	325	15
Các khoản phải thu	320	414	728
Hàng tồn kho	608	1.206	1.939
Tài sản ngắn hạn khác	85	305	473
Tổng tài sản ngắn hạn	1.273	2.550	3.761
Tài sản dài hạn	562	583	680
- Khấu hao lũy kế	-84	-124	-186
Tài sản dài hạn	478	460	494
Đầu tư tài chính dài hạn	0	4	53
Tài sản dài hạn khác	162	272	273
Tổng tài sản dài hạn	640	736	820
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.913</b>	<b>3.285</b>	<b>4.580</b>
Phải trả ngắn hạn	327	406	948
Vay và nợ ngắn hạn	532	894	1.389
Phải trả ngắn hạn khác	320	1.172	1.222
Nợ ngắn hạn	1.179	2.472	3.560
Vay và nợ dài hạn	18	10	19
Phải trả dài hạn	23	76	222
Nợ dài hạn	41	85	241
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.220</b>	<b>2.558</b>	<b>3.801</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Thặng dư	368	368	199
Vốn điều lệ	167	209	413
LN chưa phân phối	130	144	160
Lợi ích cổ đông thiểu số	28	6	9
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>693</b>	<b>728</b>	<b>780</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.913</b>	<b>3.285</b>	<b>4.580</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>			
Tiền đầu năm	184	258	300
Lợi nhuận sau thuế	139	149	132
Khấu hao lũy kế	37	64	71
Thay đổi vốn lưu động	(127)	(253)	(508)
Điều chỉnh khác	1	(52)	(33)
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>50</b>	<b>(92)</b>	<b>(338)</b>
Chi mua sắm TSCĐ	(158)	(170)	(105)
Đầu tư khác	(2)	(13)	315
<b>Tiền từ đầu tư</b>	<b>(160)</b>	<b>(182)</b>	<b>210</b>
Cổ tức đã trả	(18)	(11)	(17)
Tăng (giảm) vốn	(16)	(38)	(49)
Tăng (giảm) nợ ngắn / dài hạn	219	354	504
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>185</b>	<b>316</b>	<b>434</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	74	42	306
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>258</b>	<b>300</b>	<b>606</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### Trụ sở chính

Bیتexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Trưởng phòng cao cấp

Tôn Minh Phương, ext 146  
[phuong.ton@vcsc.com.vn](mailto:phuong.ton@vcsc.com.vn)

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Ngô Bích Vân, ext 130

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**CV cao cấp**, Nguyễn Thế Anh, ext 194

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**Chuyên viên**, Đặng Văn Pháp, ext 143

**Chuyên viên**, Nguyễn Tri Định, ext 149

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng Môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà nội

Nguyễn Quang Huy  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
16/10/2013	GIẢM	14.700	13.200 (*)
05/07/2013	THÊM VÀO	16.500	20.500
06/02/2013	MUA	16.400	20.000

(\*) Rủi ro pha loãng cổ phiếu, chiết khấu do rủi ro thu hồi các khoản phải thu, PER mục tiêu giảm.